



Japon : un *policy-mix* toujours offensif pour tenter de mettre fin à la déflation¹

L'enjeu pour le Japon est de profiter de la hausse récente des prix mondiaux de matières premières pour enclencher un cercle vertueux avec des augmentations salariales plus élevées, davantage d'investissement des entreprises, dans un contexte où les prix progresseraient autour de 2 %. Le *policy-mix* japonais tente donc d'un côté de limiter les pertes de pouvoir d'achat des ménages en accordant des subventions pour compenser la hausse des prix de l'énergie, de soutenir l'investissement productif *via* des allègements fiscaux tout en maintenant les taux bas pour favoriser la mise en place d'une boucle prix-salaires « maîtrisée ». Mais la baisse du taux de change du yen face aux autres monnaies, et notamment le dollar, devient difficilement tenable, avec un renchérissement des prix des produits importés très important, qui conduit le gouvernement à dépenser des montants élevés de subventions et creuser davantage la dette publique (261 % du PIB en 2022).

Après une croissance de tout juste 1 % en 2022, le PIB japonais augmenterait de 2 % en 2023, porté par un très bon premier semestre. L'acquis de croissance pour l'année 2023 s'élève ainsi à 1,9 % à la mi-2023. La croissance serait quasiment nulle au second semestre 2023 : la demande intérieure croîtrait faiblement et le commerce extérieur amputerait légèrement la croissance. Le PIB progresserait de 0,3 % par trimestre en 2024 en moyenne, essentiellement tiré par la demande intérieure.

Après le pic de 4,4 % d'inflation en janvier 2023 en glissement annuel, l'inflation a reflué en février 2023, grâce aux plafonds gouvernementaux sur les tarifs d'électricité par kilowattheure et de gaz par m³ pour les ménages. En août 2023, l'inflation atteignait néanmoins encore 3,1 %.

Du côté des salaires, leur progression a été plus dynamique au premier semestre 2023 que sur la même période de l'année précédente, mais cela n'a pas suffi pour permettre aux salaires réels de

1. Ce texte est rédigé par Sabine Le Bayon, *Département analyse et prévision*.

rattraper les pertes observées en 2022. C'est la forte baisse du taux d'épargne fin 2022 et au premier trimestre 2023 qui a soutenu la consommation privée. Nous inscrivons en fin d'année 2023 et en 2024 une nouvelle baisse du taux d'épargne, dans un contexte de désinflation et de timide baisse du taux de chômage. Par ailleurs, les ménages bénéficieraient de l'accélération des salaires en cours et le gouvernement devrait faire voter en novembre 2023 des mesures supplémentaires englobant l'année fiscale 2023 pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages.

Après 2 % en 2023, la croissance du PIB atteindrait 1,1 % en 2024, supérieure à la croissance potentielle estimée à 0,4 %². La politique budgétaire continuerait de soutenir l'activité et la banque centrale ne modifierait que marginalement sa politique monétaire, contrairement aux autres grandes banques centrales des pays développés. Le taux de change du yen s'est largement déprécié depuis janvier 2023 et est désormais proche de son creux d'octobre 2022, à 1 dollar pour 150 yens. Il se maintiendrait autour de ce niveau en 2024, étant donné le différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Japon. La demande adressée à l'économie japonaise, dont la croissance a été nulle au deuxième trimestre 2023, accélérerait peu à peu et croîtrait à un rythme de 0,8 % par trimestre en moyenne en 2024.

Un premier semestre 2023 en demi-teinte

La consommation a bien résisté au premier trimestre 2023, avant de reculer au deuxième trimestre, du fait de la baisse de la consommation de biens non durables. Au premier trimestre, face à une croissance du revenu disponible brut (RdB) nominal trop faible (+0,8 % sur un trimestre) par rapport au déflateur de la consommation (+1,2 %), c'est la baisse du taux d'épargne qui a permis à la consommation de progresser de 0,6 %. À 1,6 % du RdB, le taux d'épargne est ainsi repassé pour la première fois depuis la crise de la Covid sous sa moyenne de 2019 (2,1 %). Au deuxième trimestre, seule la masse salariale est disponible (+1 %) et le taux d'épargne aurait augmenté, provoquant ce fort recul de la consommation privée (-0,6 %). L'emploi a continué de croître modérément : +0,3 % sur un an au premier comme au deuxième trimestre 2023. Le taux de chômage est resté stable à 2,6 %.

2. Il s'agit de la moyenne entre l'estimation de la Banque du Japon et celle du gouvernement.

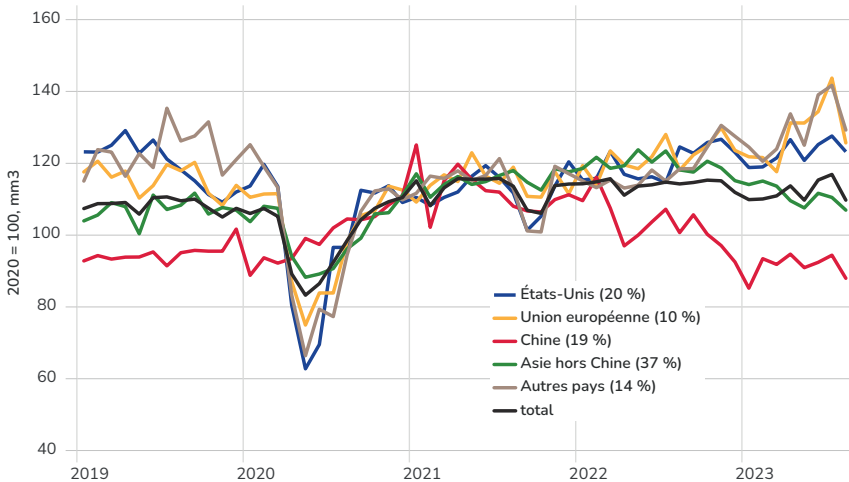
Des mesures gouvernementales n'ont cessé d'être mises en place pour limiter l'impact de la hausse du coût de l'énergie sur les ménages : en février 2023, grâce aux plafonds mis en place par le gouvernement sur les tarifs d'électricité et de gaz, l'inflation a reflué de 1,1 point de pourcentage. Par ailleurs, le gouvernement, qui avait adopté des mesures pour limiter la hausse du prix du carburant au début de l'année 2022, a annoncé fin août 2023 que ces aides seraient réintroduites pour limiter le prix à la pompe du carburant dès le mois d'octobre. En effet, la combinaison de la remontée du prix du pétrole en dollars et de la baisse du yen a conduit le prix du pétrole en yens à retrouver début septembre son pic de mi-2008.

Malgré l'augmentation des profits des entreprises sur le début de l'année 2023, l'évolution de l'investissement productif a été mitigée : en hausse de 1,6 % au premier trimestre 2023, avant un recul de 1 % au deuxième trimestre. Le ralentissement de la demande mondiale explique vraisemblablement cette mauvaise performance à la mi-2023. L'investissement en équipement de transport a particulièrement baissé. Les investissements en construction et en machines et équipements ont légèrement baissé. Seul l'investissement en produits de la propriété intellectuelle a tiré son épingle du jeu en continuant d'augmenter.

Du côté des exportations de biens et services, après le trou d'air du premier trimestre 2023, les exportations se sont redressées au deuxième trimestre. Finalement, les exportations en volume atteignent mi-2023 un niveau assez proche du niveau moyen depuis le début 2021. Ceci masque des profils variés en fonction des zones. Ainsi, les exportations réelles ont baissé vers les pays d'Asie, et en particulier vers la Chine (graphique 1), avec une contribution totale de -6,5 points de pourcentage au taux de croissance des exportations entre janvier 2022 et juillet 2023. Au contraire, elles ont augmenté vers les États-Unis et l'Union européenne (avec une contribution de 3,1 points sur ces deux zones) et les autres pays (près de 3 points). Ce sont essentiellement les exportations de véhicules qui ont tiré les exportations depuis le début de l'année 2023.

En revanche, les exportations de services qui étaient jusqu'à la mi-2022 très en retrait, après le creux du troisième trimestre 2020, ont continué leur progression. Le tourisme joue évidemment un rôle important. Depuis la levée des restrictions en octobre 2022 concernant l'entrée de touristes étrangers, leur nombre mensuel a augmenté très rapidement. Il est passé de 200 000 en septembre 2022 à 2,15 millions

Graphique 1. Exportations japonaises en volume par destination



Banque du Japon.

Les chiffres entre parenthèses indiquent la part de chaque destination dans les exportations totales du Japon.

en août 2023. Il est ainsi presque revenu à son niveau pré-Covid. La provenance des touristes a néanmoins été modifiée : les Coréens du Sud ou les touristes en provenance des États-Unis par exemple, sont plus nombreux qu'avant la crise de la Covid alors que les Chinois ne représentaient en août 2023 qu'un tiers de leur niveau d'août 2019. Il y a donc encore un potentiel de rattrapage de ce point de vue. Entre le dernier trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2023, les exportations de services ont ainsi contribué pour 0,2 point de pourcentage à la croissance trimestrielle.

La politique monétaire suspendue à la transmission des hausses de prix importés aux prix des services et aux négociations salariales

Malgré une inflation supérieure à son objectif de 2 % depuis avril 2022, la Banque centrale du Japon (BoJ) a maintenu son contrôle de la courbe des taux, avec un taux directeur à -0,1 % et des taux longs à 10 ans proche de 0% en poursuivant l'achat d'obligations publiques nécessaires pour cela. Elle a néanmoins amorcé depuis décembre 2022 une politique de contrôle de la courbe des taux moins stricte : elle a d'abord élargi la bande de fluctuation pour les taux des obligations publiques à 10 ans (entre -0,5 et 0,5 point de pourcentage, contre -0,25 à 0,25 précédemment) le 20 décembre 2022. Puis elle a apporté

davantage de flexibilité le 28 juillet 2023 en augmentant le plafond pour les taux à 10 ans à 1 %³. Les taux à 10 ans sont ainsi remontés légèrement depuis lors, à 0,77 % en moyenne en septembre 2023, soit le niveau le plus haut depuis décembre 2013.

Lors de la réunion des 21 et 22 septembre 2023, la BoJ a maintenu inchangée sa politique monétaire par rapport à juillet 2023 et indiqué qu'elle continuerait à élargir la base monétaire tant qu'elle le jugerait nécessaire. Dans un contexte de forte incertitude sur la conjoncture des partenaires commerciaux du Japon et sur le prix des matières premières, la BoJ a en effet rappelé que son objectif est une croissance de l'indice des prix à la consommation (hors produits alimentaires frais) de 2 % de manière durable et stable, accompagnée d'augmentations de salaires, ce qui permettrait un cercle vertueux d'augmentation des revenus et des dépenses privées. Elle a pour le moment considéré que la poursuite de sa politique de *Quantitative easing* et de taux d'intérêts négatifs contribuait à soutenir la dynamique de progression des salaires.

Pour justifier l'absence de relèvement des taux directeurs et le maintien du contrôle de la courbe des taux, la BoJ a aussi souligné que l'augmentation des prix à la consommation au-dessus de 2 % était principalement tirée par la progression des prix des produits importés et a d'ailleurs salué un meilleur « *pass-through* » des coûts des entreprises vers les prix de vente, qui leur a globalement permis de ne pas rogner sur leurs marges et d'avoir des marges de manœuvre pour signer des accords salariaux plus favorables au printemps 2023. Selon les résultats définitifs des négociations salariales (« *shunto* ») du printemps dernier entre syndicats et patronats rendus publics le 5 juillet 2023 par la plus importante confédération de syndicats (*Japanese Trade Union Confederation* ou *Rengo*), les augmentations salariales étaient de 3,6 % en moyenne contre 2,1 % en 2022. Cela laisse présager une accélération nette des salaires dans les prochains mois.

Ce changement de comportement des entreprises en matière de fixation des prix et des salaires permet d'entrevoir les prémises d'une sortie de la longue période déflationniste japonaise. La BoJ souligne d'ailleurs dans le « *Summary of Opinions at the Monetary Policy Meeting* » des 21 et 22 septembre 2023 que l'objectif d'une inflation de 2 % durable et stable semble désormais atteignable et que les

3. Pour plus de détails, voir : « *Modification of the Conduct of Yield Curve Control (YCC)* », 20 décembre 2022 et « *Conducting Yield Curve Control (YCC) with Greater Flexibility* », 28 juillet 2023.

premiers mois de 2024 seront cruciaux à cet égard. En effet, les prochaines négociations salariales commenceront en février 2024. La BoJ considère que les augmentations de salaires doivent être durables et se répercuter sur les prix des services. C'est ce que l'on observe dorénavant avec une contribution de ces derniers pour presque 1 point à l'inflation d'août 2023 (graphique 2).

La BoJ a indiqué après sa réunion de septembre que la politique monétaire actuelle était toujours appropriée et que si elle devait mettre fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs, l'assouplissement monétaire demeurerait dans la mesure où les taux réels resteraient négatifs. Dans la future phase de sortie de la politique actuelle, il ne sera pas seulement question du contrôle de la courbe des taux mais également de la poursuite ou non de l'achat d'actifs, autres que les obligations publiques.

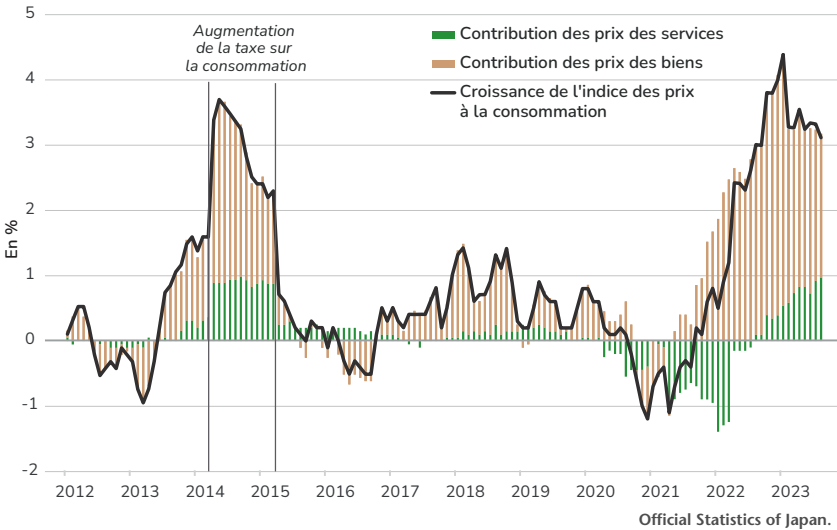
La BoJ a également souligné qu'elle restait attentive à l'évolution des marchés financiers et des taux de change et leur impact sur l'activité et les prix au Japon. Il est vrai que l'absence de resserrement monétaire japonais au contraire des autres grandes zones industrialisées a contribué à la baisse du yen et au renchérissement des biens importés.

Ainsi entre mi-mars 2022 et fin octobre 2022, le yen a chuté de 26 % par rapport au dollar (et de 13 % vis-à-vis de l'euro), pour atteindre 150 yens pour un dollar. Cela avait conduit le ministre des Finances à décider d'un soutien temporaire du yen, *via* des achats de yens par la banque centrale à l'automne 2022. Après une légère appréciation jusqu'à mi-janvier 2023 (due aux annonces de la Fed d'un ralentissement du rythme de remontée des taux et aux attentes des marchés d'un resserrement monétaire au Japon qui n'a finalement pas eu lieu), le yen s'est déprécié à nouveau pour retrouver début octobre 2023 son pic d'octobre 2022. Face à l'euro, la dépréciation a été plus forte encore, de telle sorte que début octobre 2023, le taux de change était de 156 yens pour un euro, le niveau le plus bas depuis septembre 2008. Cela n'a pas empêché le ralentissement de la progression des prix des biens depuis février 2023, dans la lignée de la baisse des prix des matières premières (graphique 2).

Selon nos prévisions, les salaires progresseraient de près de 3 % en 2023 puis en 2024, après 2 % en 2022. Quant à l'inflation, elle ralentirait à 2,5 % en fin d'année 2023 et serait en moyenne de 2 % en 2024. Nous faisons l'hypothèse que les aides gouvernementales sur le prix du

carburant, qui viennent d'être prolongées jusqu'à fin 2023, le seraient à nouveau en 2024 pour limiter la facture énergétique des ménages et des entreprises, dans un contexte où le prix du pétrole se maintiendrait autour de 90 dollars le baril en 2024 et où le taux de change du yen face au dollar fluctuerait autour d 1 dollar pour 150 yens, avec pour conséquence un prix du pétrole en yens toujours élevé.

Graphique 2. Taux d'inflation au Japon et contribution des prix des biens et des services à l'inflation



Pour sa part, la BoJ prévoyait, dans sa dernière prévision de fin juillet 2023, une inflation (hors produits frais alimentaires) de 1,9 % pour l'année fiscale 2024 (après 2,5 % pour l'année fiscale 2023). La BoJ a commencé à préparer les marchés à une modification de sa politique monétaire. Nous prévoyons qu'elle continuera de modifier son contrôle de la courbe des taux mais sans augmenter les taux directeurs en 2024.

Du côté des ménages, les premiers indicateurs disponibles pour le troisième trimestre 2023 plaident pour une remontée de la consommation, après le recul du deuxième trimestre. L'indicateur de consommation de la Banque du Japon en termes réels indique sur la base des mois de juillet et d'août une progression de 0,3 % au troisième trimestre. Nous inscrivons à l'horizon de la prévision une croissance modérée de la consommation des ménages. D'une part, le

gouvernement va continuer de subventionner le prix de l'électricité, du gaz et du carburant ; d'autre part les négociations salariales du printemps 2023, plus favorables que précédemment, vont se répercuter sur le revenu des ménages. Les salariés devraient également bénéficier de la hausse du salaire minimum à partir d'octobre 2023. Ce sont en effet les préfectures qui fixent le niveau du salaire minimum en s'orientant sur la décision du conseil central du salaire minimum de mi-août d'une hausse de 41 yens par heure pour atteindre 1002 yens en moyenne. Enfin, le taux d'épargne repartirait à la baisse, les ménages puisant dans une partie de la sur-épargne accumulée depuis le début de l'année 2020. Le taux d'épargne atteindrait 1 % fin 2024 (contre 2,1 % en moyenne en 2019).

La BoJ, dans son enquête *Tankan*, met en avant l'amélioration de la situation des entreprises, grâce à de moindres contraintes d'offre (semi-conducteurs notamment), un arrêt de la hausse du coût de la plupart des matières premières et un meilleur « *pass-through* » des augmentations de coûts vers les prix de vente. Tous ces éléments nous conduisent à prévoir une croissance positive de l'investissement total au second semestre 2023 et en 2024. Le taux d'investissement se redresserait à l'horizon de la prévision mais resterait légèrement inférieur au niveau moyen pré-Covid.

Après le net recul des importations de biens et services au premier semestre 2022, qui s'est traduit par une baisse de près de 2 points de pourcentage du taux de pénétration, nous faisons l'hypothèse que le taux de pénétration ne se redresserait que légèrement, étant donné la faiblesse du yen et la cherté induite des importations. Les exportations japonaises progresseraient à un rythme un peu plus soutenu à partir du début d'année 2024 qu'au deuxième semestre 2023, dans un contexte d'accélération de la demande adressée (0,8 % par trimestre) et de faiblesse du yen, traduisant une augmentation des parts de marché à l'horizon de la prévision,

La croissance serait presque nulle aux troisième et quatrième trimestre 2023 et accélérerait à 0,3 % par trimestre en 2024. Le taux de croissance moyen d'élèverait ainsi à 2 % en 2023 grâce au bon premier semestre 2023, et à 1,1 % en 2024. Le *policy-mix* resterait expansionniste dans un contexte mondial de resserrement monétaire. La sortie de la déflation attendue par les autorités japonaises depuis plusieurs décennies semble désormais atteignable.

Japon : croissance, résumé des prévisions

En %

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,8	1,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	2,0	1,1
PIB/tête	0,9	1,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,5	2,5	1,6
Consommation des ménages	0,6	-0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,1	0,9	0,8
Consommation publique	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,2	0,4	0,4
FBCF totale	1,4	-0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,9	2,2	1,8
Exportations de biens et services	-3,8	3,1	0,4	0,5	0,8	0,8	0,8	0,9	5,1	1,5	3,5
Importations de biens et services	-2,3	-4,4	1,4	1,3	1,0	0,7	0,7	0,7	8,0	-1,8	2,6
<i>Contributions :</i>											
Demande intérieure hors stocks	0,7	-0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	1,1	0,9
Variations de stocks	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,2	0,0
Commerce extérieur	-0,3	1,5	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,6	0,2
Prix à la consommation, t/t-4	3,6	3,3	2,8	2,5	2,4	2,1	1,9	1,7	2,5	3,0	2,0
Taux de chômage	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,6	2,6	2,5

Cabinet Office, Eikon, Prévision OFCE octobre 2023.

